BAOVIET Securities

Ngành Bán lẻ

Báo cáo cập nhật Q1/2017

9 tháng 3, 2017

Khuyến nghị	**OUTPERFORM**
Giá kỳ vọng (VND)	**198.800**
Giá thị trường (9/3/2017)	169.800
Lợi nhuận kỳ vọng	17,1%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	71.120 – 173.200
Vốn hóa	26.131
SL cổ phiếu lưu hành	153.895.357
KLGD bình quân 10 ngày	168.786
% sở hữu nước ngoài	49%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.500
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	0,9%
Beta	0,73

BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
MWG	119%	1,2%	9%	17%
VN-Index	7,7%	3,5%	5,6%	8,3%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Tiến Dũng

(84 4) 3928 8080 ext 207

nguyentiendungbvsc@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Đầu tư Thế giới Di động

Mã giao dịch: MWG Reuters: MWG.HM Bloomberg: MWG VN

Điện máy Xanh là động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2017–2018 trước khi Bách hóa Xanh trở thành trụ cột

Chuỗi thegioididong.com tăng trưởng sẽ chậm lại nhưng vẫn ở mức ổn định. Với triển vọng ở thi trường điện thoại di động không còn nhiều, chúng tôi cho rằng tốc độ mở mới cửa hàng của chuỗi thegioididong.com trong năm 2017 sẽ giảm đi, đồng thời doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng sẽ tiếp tục giảm nhẹ. Tổng doanh thu của chuỗi có thể đạt 38.934 tỷ đồng, tăng trưởng 26% so với năm 2016. Biên lợi nhuận gộp của chuỗi này có thể đạt mức tương đương so với năm 2016 là 17,2%.

Dienmayxanh.com – động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2017 – 2018. Triển vọng ở thị trường điện máy đối với MWG còn nhiều với miếng bánh 52% thị trường truyền thống. Chúng tôi cho rằng tốc độ mở mới cửa hàng thuộc chuỗi Điện máy Xanh vẫn ở mức cao tuy nhiên tập trung phần lớn vào các cửa hàng Điện máy Xanh mini. Trong năm 2017 tổng doanh thu của chuỗi có thể đạt 22.694 tỷ đồng, tăng trưởng 65,5%. Biên lợi nhuận gộp của chuỗi có thể đạt 13,5%, giảm nhẹ so với mức 13,8% trong năm 2016 do lượng cửa hàng mở mới tăng mạnh nên MWG sẽ tăng chiết khấu để thu hút khách hàng.

Bachhoaxanh.com – chìa khóa duy trì tăng trưởng giai đoạn sau 2018. Việc áp dụng hình mẫu của Alfamart là bước đi khôn ngoan với Bách hóa Xanh vì vừa có phần xuất phát từ nhu cầu thị trường, vừa có thể tránh được phân khúc siêu thị lớn và cửa hàng tiện lợi chật chội và khốc liệt, lại phù hợp với năng lực phủ sóng kinh doanh sâu và rộng, đến tận thị trường ngách với mặt bằng kinh doanh nhỏ đã tạo nên thành công của chuỗi thegioididong và chuỗi Điện máy Xanh của MWG. Chọn được mô hình hợp lý và hơn hết là khả năng phù hợp với mô hình để có thể tận dung đối đa năng lực phát triển mô hình là điểm chúng tôi đánh giá cao ở MWG khi xây dựng chuỗi Bách hóa Xanh.

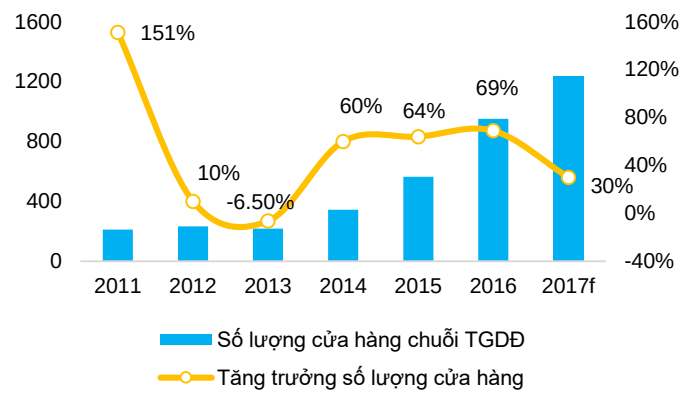
Khuyến nghị đầu tư. Chuỗi thegioididong bắt đầu tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên MWG vẫn còn chuỗi Điện máy Xanh đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh và sẽ là đầu tầu của MWG trong giai đoạn 2017-2018. Trong ngắn hạn 2017, chúng tôi dự báo MWG sẽ đạt mức tăng trưởng LNST khoảng 38,2%, tăng trưởng được đóng góp phần lớn bởi chuỗi Điện máy Xanh. Với mức giá hiện nay, P/E forward 2017 vào khoảng 12,2 lần, là mức hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của MWG cũng như mặt bằng chung của TTCK Việt Nam.

Về dài hạn, MWG còn có quân bài chiến lược khác là chuỗi Bách hóa Xanh. Chúng tôi cho rằng đây chính là chìa khóa giúp MWG có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao giai đoạn sau 2018, thành công ở chuỗi này sẽ từng bước đưa MWG trở thành người khổng lồ trong ngành bán lẻ Việt Nam. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu MWG, mức giá kỳ vọng của cổ phiếu chúng tôi xác định vào khoảng 198.800 đồng/cổ phần.

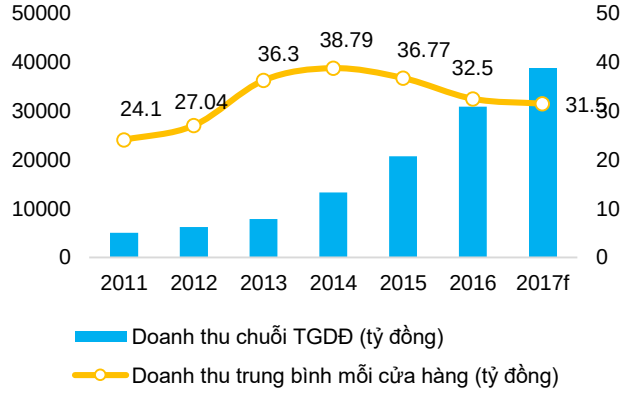
Chuỗi thegioididong.com tăng trưởng sẽ chậm lại nhưng vẫn ở mức ổn định

Chiến lược hợp lý tạo nên tăng trưởng mạnh trong giai đoạn vừa qua. Tính đến hết năm 2016, chuỗi thegioididong.com đã đạt con số 951 cửa hàng, nâng thị phần ở mảng điện thoại di động từ 31% trong năm 2015 lên 36% trong năm 2016, thị phần ở mảng laptop cũng có mức tăng mạnh từ 9,1% trong năm 2015 lên 23,3% trong năm 2016. Có thể thấy chiến lược của MWG là giành thị phần từ các cửa hàng nhỏ lẻ là hoàn toàn hợp lý, thị phần của MWG liên tục tăng qua từng năm trong khi thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ ngày càng bị thu hẹp.

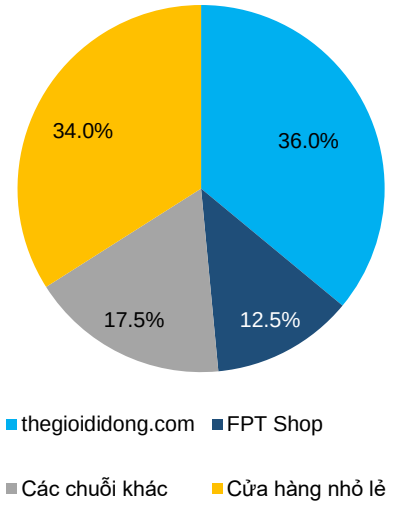
Số lượng cửa hàng chuỗi thegioididong.com
Nguồn: BVSC thu thập và ước tính



Doanh thu chuỗi thegioididong.com
Nguồn: BVSC thu thập và ước tính



Thị phần ngành bán lẻ di động Việt Nam 2016
Nguồn: BVSC thu thập



Tuy nhiên, tăng trưởng bắt đầu chậm lại. Doanh thu trên mỗi cửa hàng của thegioididong đang có xu hướng giảm, điều này khiến cho doanh thu từ chuỗi có mức tăng trưởng thấp hơn so với mức tăng trưởng số lượng cửa hàng. Trong năm 2016 doanh thu của chuỗi thegioididong tăng 49% trong khi số lượng cửa hàng tăng tới 69%. Việc doanh thu trên mỗi cửa hàng giảm theo chúng tôi bởi 2 nguyên nhân chính:

- Thời gian gần đây MWG chỉ tập trung mở mới các cửa hàng loại B và C (diện tích nhỏ hơn, vị trí xa trung tâm hoặc ở thị trường tỉnh lẻ, nông thôn) nên doanh thu các cửa hàng mới cũng thấp kéo theo doanh thu trung bình toàn hệ thống sụt giảm.
- Thị trường điện thoại di động ở Việt Nam đang bắt đầu đi vào giai đoạn bão hòa.

Chuỗi thegioididong.com không còn là động lực tăng trưởng chính, MWG phải tìm đến các hướng đi khác. Với triển vọng ở thị trường điện thoại di động không còn nhiều, chúng tôi cho rằng tốc độ mở mới cửa hàng của chuỗi thegioididong.com trong năm 2017 sẽ giảm đi, đồng thời doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng sẽ tiếp tục giảm nhẹ, doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng ổn định tuy nhiên không còn là động lực tăng trưởng chính của MWG:

- Số lượng cửa hàng sẽ tăng trưởng khoảng 30% tương ứng với tổng số cửa hàng là 1.236 trong năm 2017.
- Doanh thu trung bình trên mỗi cửa hàng trong năm 2017 đạt 31,5 tỷ đồng, giảm 3,1% so với năm 2016.

Như vậy tổng doanh thu của chuỗi có thể đạt 38.934 tỷ đồng, tăng trưởng 26% so với năm 2016. Biên lợi nhuận gộp của chuỗi này có thể đạt mức tương đương so với năm 2016 là 17,2%. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo về sự phát triển của chuỗi thegioididong.com trong thời gian tới như sau:

Dự phóng số lượng cửa hàng & doanh thu chuỗi thegioididong

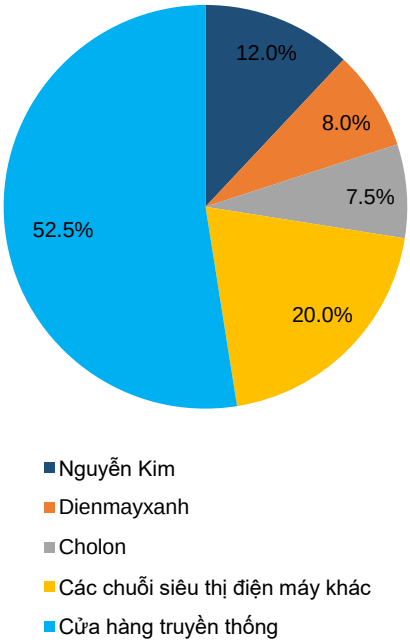
Năm	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Số lượng cửa hàng	951	1.236	1.250	1.260	1.265
Doanh thu trung bình/năm (tỷ đồng)	32,5	31,5	33	33	33
Doanh thu toàn hệ thống (tỷ đồng)	30.907	38.934	41.250	41.580	41.745
Biên lợi nhuận gộp	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%	17,2%

Nguồn: BVSC thu thập

Dienmayxanh.com – động lực tăng trưởng chính giai đoạn 2017 - 2018

Thị phần bán lẻ điện máy

Nguồn: BVSC thu thập

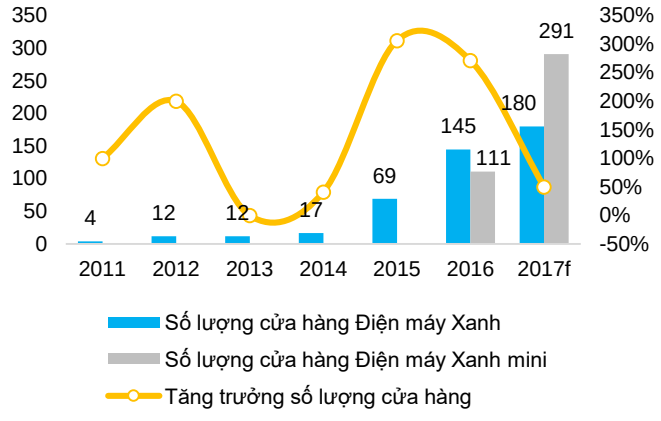


Bước vào giai đoạn phát triển mạnh với chiến lược giành thị phần từ các cửa hàng truyền thống, nhỏ lẻ. Hệ thống Điện máy Xanh bắt đầu hoạt động từ năm 2011 tuy nhiên phải đến năm 2015 chuỗi siêu thị này mới bắt đầu được thực sự chú trọng đầu tư phát triển. Một cửa hàng Điện máy Xanh có diện tích nhỏ hơn so với các trung tâm điện máy khác (800-1.000 m2/cửa hàng) do chiến lược của MWG là chia nhỏ và phân bổ sâu toàn thị trường thay vì tập trung vào những siêu thị lớn. Với sự góp mặt của chuỗi Điện máy Xanh mini (diện tích 300 – 400 m2/cửa hàng), MWG còn muốn thâm nhập sâu hơn nữa vào các khu dân cư, đồng thời mở rộng ra các khu vực ngoài trung tâm.

Chúng tôi cho rằng chiến lược này của MWG hoàn toàn hợp lý đối với thị trường điện máy Việt Nam. Thị trường điện máy hiện nay có nhiều nét tương đồng với thị trường di động vào khoảng 3 năm trước với thị phần các cửa hàng nhỏ lẻ chiếm hơn 50%. Khi đó, chiến lược của MWG là phủ sóng sâu và rộng, tập trung vào các thị trường ngách, thị trường tỉnh lẻ, nông thôn nhằm giành thị phần từ các cửa hàng truyền thống và chuỗi thegioididong đã thành công rực rỡ với chiến lược này. Hiện tại, thị phần ngành bán lẻ điện máy phần lớn vẫn thuộc về các cửa hàng truyền thống với thói quen mua sắm điện máy truyền thống của người dân Việt Nam, do đó MWG tiếp tục chiến lược khai thác thị phần bán lẻ điện máy từ các cửa hàng truyền thống với chuỗi Điện máy Xanh.

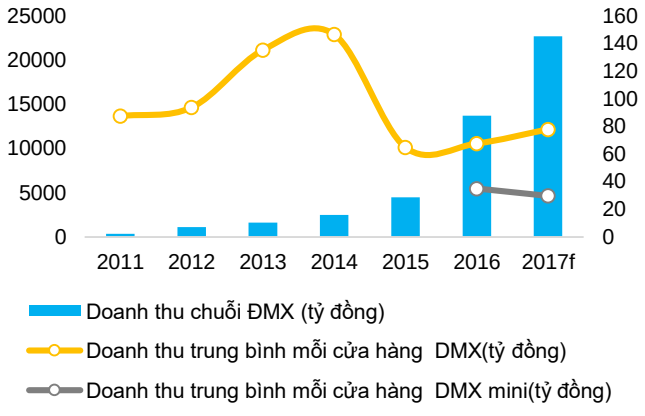
Số lượng cửa hàng chuỗi Điện máy Xanh

Nguồn: BVSC thu thập



Doanh thu chuỗi Điện máy Xanh

Nguồn: BVSC thu thập và ước tính



Nhiều ưu thế hơn so với các đối thủ chính là các cửa hàng truyền thống. So sánh với các chuỗi cửa hàng truyền thống, chuỗi Điện máy Xanh có nhiều lợi thế hơn hẳn như giá bán hợp lý trong khi chất lượng phục vụ chuyên nghiệp, lợi thế về quy mô giúp MWG chủ động được mức độ đa dạng hóa trong dòng sản phẩm ngay cả ở những thị trường tỉnh lẻ. Trong dài hạn chiến lược này sẽ tạo được thương hiệu trong nhận thức người tiêu dùng và thay đổi thói quen mua sắm điện máy truyền thống.

Chuỗi dienmayxanh.com sẽ thay thế thegioididong.com để trở thành đầu tầu tăng trưởng giai đoạn 2017-2018. Triển vọng ở thị trường điện máy đối với MWG còn nhiều với miếng bánh 52% thị trường truyền thống. Chúng tôi cho rằng tốc độ mở mới cửa hàng thuộc chuỗi Điện máy Xanh vẫn ở mức cao tuy nhiên tập trung phần lớn vào các cửa hàng Điện máy Xanh mini. Doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng tốt trong năm 2017 và là động lực tăng trưởng chính của MWG trong giai đoạn 2017-2018:

- MWG cho biết sẽ mở rộng chuỗi siêu thị này với kích thước chuẩn đến khoảng quý III/2017 thì dừng, số lượng cửa hàng mở mới theo kế hoạch từ 30-40 cửa hàng. Theo chúng tôi, số lượng cửa hàng Điện máy Xanh có thể tăng trưởng khoảng 24,1% và đạt 180 cửa hàng. Doanh thu trung bình mỗi cửa hàng tăng khoảng 15% và đạt 77,9 tỷ đồng do lượng cửa hàng mở mới giảm.
- Trong năm 2017, MWG dự định sẽ mở thêm trung bình 15-20 siêu thị Điện máy Xanh mini. Theo chúng tôi, số lượng cửa hàng Điện máy Xanh mini có thể tăng trưởng 162% và đạt 291 cửa hàng do chiến lược mở rộng thị trường ngách, nhỏ lẻ để cạnh tranh với các cửa hàng truyền thống. Doanh thu trung bình mỗi cửa hàng có thể giảm khoảng 14,9%, đạt 29,8 tỷ đồng do lượng cửa hàng mở mới tăng mạnh.

Như vậy, trong năm 2017 tổng doanh thu của chuỗi có thể đạt 22.694 tỷ đồng, tăng trưởng 65,5%. Biên lợi nhuận gộp của chuỗi có thể đạt 13,5%, giảm nhẹ so với mức 13,8% trong năm 2016 do lượng cửa hàng mở mới tăng mạnh nên MWG

sẽ tăng chiết khấu để thu hút khách hàng. Chúng tôi đưa ra dự báo về sự phát triển của chuỗi Điện máy Xanh giai đoạn 2017-2020 như sau:

Dự phóng số lượng cửa hàng & doanh thu chuỗi Điện máy Xanh

Năm	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Số lượng cửa hàng ĐMX	145	180	190	195	200
Doanh thu trung bình/năm cửa hàng DMX (tỷ đồng)	67,7	77,9	80	80	80
Số lượng cửa hàng ĐMX mini	111	291	600	800	1.000
Doanh thu trung bình/năm cửa hàng DMX mini (tỷ đồng)	35	29,8	29,5	29,5	30
Doanh thu toàn hệ thống (tỷ đồng)	13.709	22.694	32.900	39.200	46.000
Biên lợi nhuận gộp	13,8%	13,5%	13,3%	13,5%	13,8%

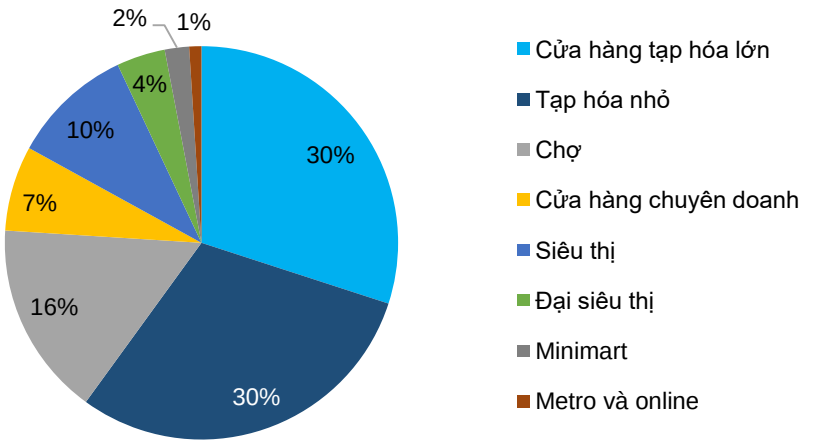
Nguồn: BVSC ước tính

Bachhoaxanh.com – chìa khóa duy trì tăng trưởng giai đoạn sau 2018

Bách hóa Xanh được phát triển dưới hình mẫu của chuỗi siêu thị Alfamart đã thành công ở Indonesia. Xuất hiện ở Indonesia vào năm 1999, đến nay chuỗi siêu thị Alfamart đã chiếm 30,4% thị phần trong kênh siêu thị với 12.000 cửa hàng trên khắp Indonesia. Với chiến lược trở thành chợ truyền thống với dịch vụ tốt hơn, Alfamart nhắm tới đối thủ là chợ truyền thống và các cửa hàng tạp hóa chứ không phải siêu thị hay cửa hàng tiện lợi và đây cũng chính là chìa khóa thành công của mô hình này. Đối thủ của mô hình này không phải là những cửa hàng tiện lợi với thương hiệu và số lượng ngày càng nhiều, lại càng không phải là những hệ thống siêu thị với sự tham gia của rất nhiều tên tuổi lớn trên thế giới mà chính là mô hình chợ truyền thống và các cửa hàng tạp hóa vốn gắn với thói quen mua sắm của người dân.

Thị trường bán lẻ Việt Nam

Nguồn: BVSC thu thập



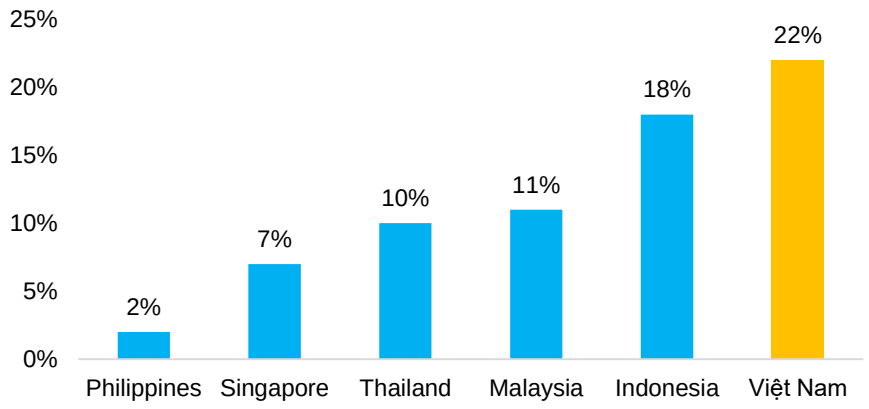
Phân khúc mà mô hình hướng đến là giành thị phần từ chợ truyền thống và các cửa hàng tạp hóa (bao gồm cả lớn & nhỏ lẻ), chiếm đến 76% thị phần ngành bán lẻ trị giá 70 tỷ USD của Việt Nam, chưa kể người tiêu dùng ở phân khúc khác có thể bị thuyết phục và chuyển sang mua sắn ở mô hình này. Đây là sựa lựa chọn thông minh và hợp lý bởi phân khúc này hiện chưa có đối thủ lớn nào tham gia.

Tương đồng giữa cấu trúc dân cư, thu nhập trung bình cùng thói quen mua sắm của Việt Nam và Indonesia đảm bảo cho sự thành công của mô hình này khi áp dụng ở Việt Nam.

- Số lượng dân cư đông, phân bố rải rác: dân số Việt Nam và Indonesia lần lượt đứng thứ 14 và 4 trên thế giới và có cơ cấu dân số trẻ, đây là động lực phát triển chính cho thị trường bán lẻ. Cư dân phân bố rải rác chứ không tập trung ở những thành phố lớn như các nước phát triển đã hỗ trợ cho mô hình này với mặt bằng kinh doanh nhỏ tuy nhiên số lượng cửa hàng lớn, đảm bảo độ phủ toàn thị trường, đồng thời giảm đi tính cạnh tranh của mô hình siêu thị cũng như cửa hàng tiện lợi.
- Thu nhập trung bình thấp: cả Việt Nam lẫn Indonesia đều thuộc nhóm thu nhập trung bình thấp với thu nhập bình quân đầu người lần lượt là 6.037 USD/năm và 11.149 USD/năm, xếp lần lượt 125 và 99 thế giới. Với mức thu nhập này, người dân sẽ chọn mức độ ưu tiên cao nhất là giá khi mua sắm, dẫn đến thói quen mua sắm ở chợ hay các tiệm tạp hóa nhỏ với mức giá rẻ hơn so với vào siêu thị hay các cửa hàng tiện lợi. Mô hình được phát triển với chiến lược là chợ truyền thông nhưng dịch vụ tốt hơn nên giá cả sẽ rẻ hơn siêu thị hay cửa hàng tiện lợi, đối với chợ truyền thống giá cả sẽ tương đương tuy nhiên mô hình sẽ cạnh tranh với chợ truyền thống nhờ các dịch vụ mà chợ truyền thống không có và không cung cấp được cho người dân.
- Thói quen mua sắm đồ tươi sống hàng ngày, đặc biệt là rau xanh: ở nhiều nước phát triển, người dân có thói quen sử dụng các thực phẩm chế biến sẵn, đồ ăn nhanh hoặc đồ đông lạnh để tiết kiệm thời gian, tạo điều kiện cho sự phát triển của hệ thống siêu thị và các cửa hàng tiện lợi. Tuy nhiên, ở Việt Nam và Indonesia, thói quen ăn uống từ xưa đến nay là mua đồ ăn tươi sống ở chợ và về nhà chế biến để tăng mức độ gắn kết gia đình, đặc biệt là khẩu phần ăn uống nhiều rau xanh. Điều này không hỗ trợ cho thói quen mua sắm ở siêu thị, do rau xanh là thực phẩm có hạn sử dụng rất ngắn đồng thời thực phẩm chế biến sẵn hoặc đồ đông lạnh cũng chiếm phần lớn ở đây. Mô hình Alfamart cũng như Bách hóa Xanh đang theo đuổi hướng đến việc bán những thứ sẵn sàng để nấu còn cửa hàng tiện lợi hay siêu thị bán những thứ sắn sàng để ăn, do đó mô hình này phù hợp hơn với thói quen đi chợ và ăn uống của người dân Việt Nam.
- Kênh bán lẻ tạp hóa, phân khúc chính của mô hình ghi nhận mức tăng trưởng cao ở Việt Nam so với các thị trường khác trong khu vực.

Tăng trưởng bình quân kênh bán lẻ tạp hóa 2009-2014

Nguồn: BVSC thu thập



Phù hợp với năng lực tìm mặt bằng kinh doanh nhỏ và phủ sóng sâu rộng của MWG. Có thể thấy việc áp dụng hình mẫu của Alfamart là bước đi khôn ngoan với Bách hóa Xanh vì vừa có phần xuất phát từ nhu cầu thị trường, vừa có thể tránh được phân khúc siêu thị lớn và cửa hàng tiện lợi chật chội và khốc liệt, lại phù hợp với năng lực phủ sóng kinh doanh sâu và rộng, đến tận thị trường ngách với mặt bằng kinh doanh nhỏ đã tạo nên thành công của chuỗi thegioididong và chuỗi Điện máy Xanh của MWG. Chọn được mô hình hợp lý và hơn hết là khả năng phù hợp với mô hình để có thể tận dụng đối đa năng lực phát triển mô hình là điểm chúng tôi đánh giá cao ở MWG khi xây dựng chuỗi Bách hóa Xanh.

Mô hình Bách hóa Xanh đang được thử nghiệm và cho thấy hiệu quả bước đầu. Theo kế hoạch, MWG chỉ mở thử nghiệm 20 cửa hàng trong năm 2016 tuy nhiên đến tháng 11/2016 số lượng cửa hàng đã mở lên đến 40 cửa hàng. Doanh thu trung bình hàng tháng mỗi cửa hàng đã đạt 1,2 tỷ đồng tính đến tháng 11/2016 tức vượt mức doanh thu trung bình theo kế hoạch. Sang năm 2017, kế hoạch phát triển Bách hóa Xanh sẽ tiếp tục theo kế hoạch. MWG sẽ xây dựng hệ thống kho vận để quản lý luân chuyển hàng hóa cùng hệ thống quản trị để quản lý chi phí của chuỗi. Biên lợi nhuận cùng EBITDA sẽ là các chỉ số trọng tâm MWG cần đánh giá với chuỗi Bách hóa Xanh trong 2017. Sang năm 2018 mô hình sẽ được nhân rộng và triển khai trên toàn quốc.

Chúng tôi đưa ra dự đoán về tốc độ phát triển cũng như doanh thu của Bách hóa Xanh với kịch bản trung bình trong thời gian tới như sau:

Dự phóng số lượng cửa hàng & doanh thu chuỗi Bách hóa Xanh

Năm	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Số lượng cửa hàng	40	300	700	1.500	2.500
Doanh thu trung bình/năm (tỷ đồng)	14,4	15,6	16	15,5	15,2
Doanh thu toàn hệ thống (tỷ đồng)	576	4.680	11.200	23.250	38.000
Biên lợi nhuận gộp	14%	14,5%	14,3%	14,1%	14%

Kế hoạch phát triển chuỗi Bách hóa Xanh

2016

Thử nghiệm mô hình

Mục tiêu: đánh giá mức độ chấp nhận của người tiêu dùng với hệ thống siêu thị mini.

Số lượng cửa hàng: 20

Phạm vi: quận Tân Bình, Tp. HCM.

Mua hàng từ các nhà bán buôn và phân phối trong khu vực

Doanh thu trung bình >50.000 USD/tháng

2017

Kiểm tra tính hiệu quả

Mục tiêu: đánh giá lãi gộp, chi phí của mô hình siêu thị mini.

Xây dựng một đơn vị kinh doanh tại TP. HCM, xây dựng nhà kho với tỷ lệ 1 nhà kho phục vụ 80 cửa hàng xung quanh.

Mua hàng chủ yếu từ nhà sản xuất.

Số lượng cửa hàng: 300

Phạm vi: quận Tân Bình, Tp. HCM.

Từ 2018 trở đi

Giai đoạn tăng trưởng

Nhân rộng mô hình ra toàn Việt Nam.

Chuỗi Bách hóa Xanh có nhiều cơ hội tăng trưởng hơn so với 2 chuỗi thegioididong và Điện máy Xanh

So sánh 3 mảng kinh doanh của MWG

Tiêu chí	Thegioididong.com	DienmayXanh.com	BachhoaXanh.com
Quy mô thị trường	Quy mô thị trường bán lẻ di động hiện vào khoảng 3,8-3,9 tỷ USD và tiềm năng tăng trưởng giai đoạn 2017-2020 chỉ đạt 7-8%/năm, giảm nhiều so với giai đoạn trước đây (2012-2016 tăng trưởng trung bình 15,8%/năm). Thị phần của chuỗi thegioididong đã đạt 36% còn lại thuộc về những chuỗi bán lẻ khác và các cửa hàng nhỏ lẻ. Mô hình chuỗi bán lẻ di động đang dần đánh bật mô hình cửa hàng nhỏ lẻ và thị phần của các cửa hàng này chỉ còn 34%. Có thể thấy không còn nhiều dư địa để	Quy mô thị trường bán lẻ điện máy ước tính vào khoảng 5,5 tỷ USD và tiềm năng tăng trưởng thị trường ở mức trung bình 8%/năm giai đoạn 2017-2020. Tăng trưởng thị trường ở mức ổn định tuy nhiên MWG có nhiều cơ hội với chuỗi Điện máy Xanh ở thị trường này do thị phần của nhóm cửa hàng truyền thống, phân khúc Điện máy Xanh hướng tới cạnh tranh có thị phần tới 52,5%. MWG đặt mục tiêu 30% thị phần vào năm 2018 và với tốc độ tăng trưởng như hiện nay, công ty có thể hoàn thành mục tiêu này, tuy nhiên giai đoạn	Quy mô thị trường bán lẻ tiêu dùng nhanh (FMCG) hiện vào khoảng 70 tỷ USD với tiềm năng tăng trưởng trung bình 6-7% giai đoạn 2017 - 2020. Tốc độ tăng trưởng trung bình tuy nhiên giá trị thị trường rất lớn tạo nên một thị trường đầy tiềm năng và hấp dẫn. Thị trường phân chia thành nhiều phân khúc với sự tham gia của nhiều tên tuổi lớn tập trung ở phân khúc siêu thị hay cửa hàng tiện lợi, tuy nhiên kênh bán lẻ truyền thống với các hình thức mua sắm như cửa hàng tạp hóa hay chợ truyền thống lại chiếm thị phần lớn nhất với 76% mà chưa có ai khai

	thegioididong cũng như các chuỗi bán lẻ di động khác có thể tăng trưởng ở thị trường này.	sau 2018 tăng trưởng sẽ bắt đầu chậm lại do miếng bánh thị phần của nhóm cửa hàng truyền thống đã thu hẹp dần, thị trường điện máy khi ấy sẽ giống với thị trường bán lẻ di động hiện nay.	thác. MWG với chuỗi Bách hóa Xanh đang xây dựng hướng đến cạnh tranh ở phân khúc này, do đó mô hình còn rất nhiều dư địa để tăng trưởng.
Rào cản gia nhập thị trường	Nhìn chung, rào cản gia nhập ngành bán lẻ tương đối thấp và tùy thuộc vào quy mô của hệ thống định xây dựng, hệ thống có mức độ phủ sóng càng cao sẽ càng tốn nhiều chi phí để xây dựng. Với 3 thị trường mà MWG tham gia, chúng tôi đánh giá mức độ rào cản gia nhập từ cao xuống thấp theo thứ tự như sau: ngành bán lẻ điện máy, ngành bán lẻ di đông, ngành bán lẻ tiêu dùng nhanh.		
Cạnh tranh	Đối thủ chính của thegioididong là hệ thống Fpt Shop. Hai chuỗi này đều có cùng chiến lược là phủ sóng sâu và rộng, cạnh tranh giành thị phần với các cửa hàng nhỏ lẻ. Trong cuộc cạnh tranh này, chúng tôi thấy MWG đang làm tốt hơn FPT với tốc độ mở mới nhanh dẫn đến chiếm lĩnh thị phần nhanh hơn. Đến khi thị trường bão hòa (miếng bánh thị phần của các cửa hàng nhỏ lẻ còn có thể khai thác đã hết), công việc chính của các chuỗi là giữ vững thị phần, còn việc giành thị phần từ những chuỗi khác là tương đối khó khăn.	Cạnh tranh cùng Điện máy Xanh là các hệ thống siêu thị điện máy lớn như Nguyễn Kim, Chợ lớn... Các hệ thống siêu thị này có đặc điểm chung là mặt bằng siêu thị lớn, tuy nhiên số lượng ít. Hệ thống Nguyễn Kim hiện chỉ có 27 siêu thị khắp cả nước, trong đó 5 siêu thị ở Hà Nội và 8 siêu thị ở Tp. HCM. Với chiến lược phủ sóng sâu và rộng của Điện máy Xanh, thương hiệu của chuỗi sẽ đến từng ngóc ngách, khu phố và sẽ hoàn toàn phủ sóng rộng khắp cả nước. Với những chiến lược khác nhau, chúng tôi cho rằng đối thủ chính của Điện máy Xanh không phải là những hệ thống siêu thị lớn như Nguyễn Kim mà chính là các cửa hàng điện máy truyền thống. Với dịch vụ tốt hơn, Điện máy Xanh hoàn toàn có thể thu hút được khách hàng từ các cửa hàng này và hoàn thành mục tiêu 30% thị phần vào năm 2018.	Thị trường rộng lớn và có nhiều phân khúc, Bách hóa Xanh chọn phân khúc tạp hóa và chợ truyền thống, vì vậy đối thủ cạnh tranh chính của MWG là những cửa hàng này. Bách hóa Xanh chỉ có thể thành công khi thu hút được khách hàng từ những cửa hàng tạp hóa hay chợ truyền thống. Để có thể làm được điều này, giá cả hàng hóa ở Bách hóa Xanh phải rẻ tương đương với các cửa hàng tạp hóa hay chợ truyền thống, đồng thời các mặt hàng như rau xanh hay thịt phải có độ tươi nhất định. Khả năng xây dựng chuỗi cung ứng cho các mặt hàng này đóng vai trò quan trọng nhất, tuy nhiên trước Bách hóa Xanh đã có một người đi trước là Alfamart và đã thành công ở thị trường Indonesia, vì vậy Bách hóa Xanh hoàn toàn có thể học hỏi cũng như áp dụng xây dựng chuỗi cung ứng cũng như nhiều bài học khác từ Alfamart và tùy biến để phù hợp với thị trường Việt Nam.
Tốc độ tăng trưởng	CAGR giai đoạn 2011-2016 của chuỗi thegioididong.com đạt 42,72%/năm tuy nhiên sẽ giảm xuống còn 7,8%/năm giai đoạn 2017-2020 theo mô hình dự báo của chúng tôi.	Chuỗi Điện máy Xanh bắt đầu được đầu tư phát triển mạnh từ năm 2015, CAGR giai đoạn 2015-2018 chúng tôi ước tính vào khoảng 90%/năm tuy nhiên sẽ giảm xuống còn 18%/năm giai đoạn 2019-2020.	CAGR giai đoạn 2017-2020 của chuỗi Bách hóa Xanh chúng tôi ước tính vào khoảng 100%/năm tuy nhiên chuỗi này sẽ còn nhiều tiềm năng tăng trưởng tiếp giai đoạn sau 2020 trong khi chuỗi thegioididong và Điện máy Xanh không còn nhiều

			dư địa tăng trưởng vào thời gian này.
Đóng góp về doanh thu	**Tỷ trọng doanh thu các mảng của MWG dự báo tới 2020**		

Thị phần doanh thu	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
Thegioididong.com	85%	83%	84%	82%	68%	59%	48%	40%	33%
DienmayXanh.com	15%	17%	16%	18%	32%	34%	39%	38%	37%
BachhoaXanh.com	0%	0%	0%	0%	0%	7%	13%	22%	30%

Trước 2015, chuỗi thegioididong đóng góp phần lớn doanh thu cho MWG. Đến giai đoạn 2016 - 2018, tăng trưởng doanh thu của Điện máy Xanh khiến cơ cấu doanh thu của MWG bắt đầu thay đổi. Giai đoạn sau 2018, thị phần doanh thu của 2 chuỗi trên bắt đầu giảm dần nhường chỗ cho sự đi lên của chuỗi Bách hóa Xanh.

Biên lợi nhuận gộp	Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 17,2% đến năm 2020 do hệ thống đi vào hoạt động ổn định, không bị ảnh hưởng bởi các cửa hàng mở mới, cạnh tranh duy trì như ở thời điểm hiện tại.	Biên lợi nhuận bán lẻ điện máy thấp hơn biên lợi nhuận bán lẻ di động. Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ từ 13,8% năm 2016 xuống 13,3% trong năm 2018 do tốc độ mở mới cửa hàng nhanh, tuy nhiên sau đó sẽ tăng nhẹ về mức ổn định 13,8% khi tốc độ mở mới giảm.	Biên lợi nhuận bán lẻ hàng tiêu dùng nhanh thấp hơn bán lẻ di động tuy nhiên cao hơn điện máy. Ngoài ra market size của thị trường bán lẻ tiêu dùng nhanh rất lớn nên có nhiều tiềm năng về doanh thu hơn 2 thị trường còn lại. Vì đang trong quá trình tăng trưởng mạnh số lượng cửa hàng, biên lợi nhuận gộp của chuỗi Bách hóa Xanh có thể giảm dần về mức 14% trong năm 2020.

Tổng hợp dự báo 2017

Với việc tăng trưởng của chuỗi thegioididong.com chậm lại nhưng vẫn ở mức ổn định, tốc độ tăng trưởng nhanh của MWG không vì thế mà suy giảm nhờ vào tăng trưởng của chuỗi Điện máy Xanh. Chuỗi Bách hóa Xanh đang trong giai đoạn phát triển và sẽ sớm đóng góp lớn vào doanh thu và duy trì tăng trưởng cho MWG giai đoạn sau 2018. Chúng tôi dự báo doanh thu 2017 MWG sẽ đạt 66.308 tỷ đồng, tăng 48,6% yoy, lợi nhuận sau thuế đạt 2.182 tỷ đồng, tăng trưởng 38,2%. EPS 2017 ước tính vào khoảng 14.177 đồng/cổ phần, tương ứng với mức P/E forward 2017 là 12,2 lần.

Dự báo kết quả kinh doanh 2017 của MWG

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2015	2016	%yoy	2017F	%yoy
Doanh thu	**25.220**	**44.613**	**77%**	**66.308**	**48,6%**
- thegioididong.com	20.740	30.904	49%	38.934	26%
- Điện máy Xanh	4.480	13.709	206%	22.694	65,5%
- Bách hóa Xanh	0	0	N/A	4.680	N/A
Lợi nhuận gộp	**3.922**	**7.214**	**84%**	**10.439**	**44,7%**

Lợi nhuận sau thuế	**1.075**	**1.578**	**46,8%**	**2.182**	**38,2%**
EPS	**6.985**	**10.253**	**46,8%**	**14.177**	**38,2%**

Khuyến nghị đầu tư

Chuỗi thegioididong bắt đầu tăng trưởng chậm lại nhưng vẫn duy trì ở mức ổn định, tuy nhiên MWG vẫn còn chuỗi Điện máy Xanh đang bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh và sẽ là đầu tầu của MWG trong giai đoạn 2017-2018. Trong ngắn hạn 2017, chúng tôi dự báo MWG sẽ đạt mức tăng trưởng LNST khoảng 38,2%, tăng trưởng được đóng góp phần lớn bởi chuỗi Điện máy Xanh. Với mức giá hiện nay, P/E forward 2017 vào khoảng 12,2 lần, là mức hấp dẫn so với tiềm năng tăng trưởng của MWG cũng như mặt bằng chung của TTCK Việt Nam.

Về dài hạn, MWG còn có quân bài chiến lược khác là chuỗi Bách hóa Xanh. Chúng tôi cho rằng đây chính là chìa khóa giúp MWG có thể tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng cao giai đoạn sau 2018, thành công ở chuỗi này sẽ từng bước đưa MWG trở thành người khổng lồ trong ngành bán lẻ Việt Nam. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** với cổ phiếu MWG, mức giá kỳ vọng của cổ phiếu chúng tôi xác định vào khoảng 198.800 đồng/cổ phần.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**	**2018F**
Doanh thu	15.756	25.220	44.613	66.308	85.350
Giá vốn	13.360	21.298	37.399	55.869	72.278
Lợi nhuận gộp	2.396	3.922	7.214	10.439	13.072
Doanh thu tài chính	71	81	135	160	182
Chi phí tài chính	21	41	120	150	169
Lợi nhuận sau thuế	673	1.075	1.578	2.182	2.785

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VND)	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**	**2018F**
Tiền & khoản tương đương tiền	213	344	997	1.852	3.237
Các khoản phải thu ngắn hạn	297	636	1.410	2.257	2.985
Hàng tồn kho	2.195	4.932	9.370	13.400	16.522
Tài sản cố định hữu hình	434	849	2.096	2.892	3.683
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0	0
Tổng tài sản	**3.407**	**7.265**	**14.806**	**21.901**	**27.558**
Nợ ngắn hạn	1.923	4.782	10.965	16.277	19.654
Nợ dài hạn	11	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	1.475	2.483	3.841	5.624	7.904
Tổng nguồn vốn	**3.407**	**7.265**	**14.806**	**21.901**	**27.558**

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	**2014**	**2015**	**2016**	**2017F**	**2018F**
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	66%	60%	77%	49%	29%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	161%	60%	47%	38%	28%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	15,2%	15,5%	16,1%	15,7%	15,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	5,5%	5,5%	4,5%	4,2%	4,2%
ROA (%)	19,7%	14,8%	10,7%	10%	10,1%
ROE (%)	45,6%	43,3%	41,1%	38,8%	35,2
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	57%	66%	74%	74%	71%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	131%	193%	285%	289%	249%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	4.376	6.985	10.253	14.177	18.096
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	9.585	16.134	24.958	36.543	51.358

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Tiến Dũng** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương
Phó Giám đốc khối
luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà
Ngân hàng, Bảo hiểm
nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang
Thép, Phân bón, Điện
chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang
Cao su tự nhiên, Mía đường
phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo
Cảng biển & Logistics
dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng
Công nghệ thông tin
nguyentiendung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương
Phó Giám đốc khối
ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến
Hàng hóa tiêu dùng
nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Lê Duy Khánh
Dầu khí
leduykhanh@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc
Bất động sản
nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú
Ô tô & Phụ tùng
truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng
Dệt may
hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào
Hạ tầng nước
thaianhhao@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình
Phó Giám đốc khối
nguyenxuanbinh@baoviet.com.vn

Bạch Ngọc Thắng
Kinh tế trưởng
bachngocthang@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến
Chuyên viên vĩ mô
tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Đức Anh
Chiến lược thị trường
tranducanh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách
Phân tích kỹ thuật
tranxuanbach@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888